

Рублевые корпоративные облигации

6 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Азбука вкуса: комментарий к размещению » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Вероятность дефляции очень низкая » стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5456	- 0.8 %
Рублей за доллар США	23.4428	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 116.64	- 2.1 %
Москва-39, дох. % год.	8.46%	+ 38 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.62%	+ 1 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	545.0	- 1.9
Остатки на д/с, млрд руб.	247.5	+ 20.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 42.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

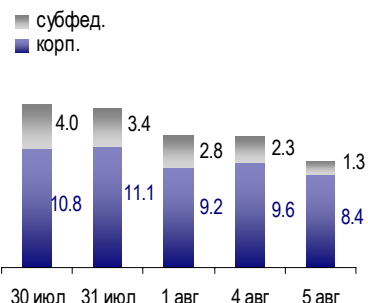
СКОРО

- Планируется дебютный выпуск Транс Нафта объемом 2 млрд руб.

ВЧЕРА

- Дополнительный выпуск Мособл-8 (9 млрд руб., дюрация 2.9 года) размещен под 9.95% годовых

Объем торгов на ММВБ

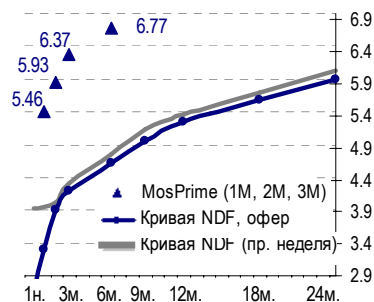


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 авг	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (14 млрд руб., дюрация 3.0 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (10 млрд руб., дюрация 7.1 года)
7 авг	Размещение Группа ЛСР-2 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение Синтерра-1 (3 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Городской супермаркет-2 (2 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Связь-Банк-2 (2 млрд руб., 3 года)
	Аукцион ОБР-6 (30 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	87.60	+ 20	5.2	11.14%
Газпром-7	99.75	+ 15	1.2	7.12%
АИЖК-10	87.75	+ 14	5.5	10.80%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
7Континент-2	98.90	+ 50	0.8	*9.33%
МОЭСК-1	97.75	+ 25	2.7	9.09%
СевстАвто-2	96.32	+ 22	1.8	*10.05%

Лидеры падения

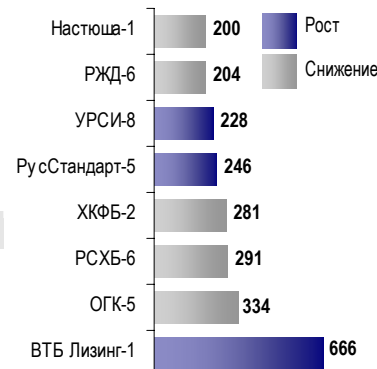
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-2	95.50	- 75	1.8	10.61%
ФСК-4	98.30	- 70	2.8	8.07%
ЛУКОЙЛ-4	95.95	- 20	4.4	8.53%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	90.70	- 50	1.7	*14.75%
ВолгаТел-3	99.20	- 45	1.2	9.36%
Тюменьэн-2	95.20	- 30	1.5	*11.23%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Азбука вкуса: комментарий к размещению

Новое размещение Азбуки вкуса фактически рефинансирует оферту по 1-му выпуску, только с существенной премией

Завтра состоится размещение 2-го выпуска облигаций Городской супермаркет (объем 2 млрд руб., оферта через 1 год). Помимо невысокой обеспеченности займа активами группы Азбука вкуса, мы видим ряд рисков кредитного профиля, связанных с ограниченной масштабируемостью премиального формата, медленной окупаемостью вложений и преимущественно долговым финансированием развития сети. Позиционирование нового займа Азбуки в диапазоне 13-14% YTP приблизительно соответствует уровням доходности не очень ликвидного 1-го выпуска в марте-апреле 2008 г. В текущей ситуации риск рефинансирования компании потребует, на наш взгляд, существенной премии к этому уровню, в противном случае размещение вряд ли заинтересует широкий круг инвесторов.

АВ – один из лидеров продуктового ритейла в премиальном сегменте...

Азбука вкуса (АВ) – узкоформатный ритейлер, ориентированный на премиальный сегмент продуктовой розницы. К настоящему времени формат АВ оказался востребованным только в московском регионе (24 супермаркета, половина из которых расположены в Центральном округе Москвы), но компания планирует открыть магазины в столицах стран СНГ (Киев, Алматы) и крупные региональные центры РФ (Екатеринбург, Самара).

...правда, магазины такого формата пока приживаются только в московском регионе

На фоне благоприятной экономической конъюнктуры АВ развивалась вполне успешно, открывая по 4-6 магазинов ежегодно в 2005-2007 гг. Доля АВ в премиальном сегменте в 2007 году составила 40.5%. К числу конкурентов формально отнесен 31 премиальный супермаркет «5 звезд» Седьмого континента, хотя они существенно отличаются по организации продаж и ассортименту эксклюзивных продуктов. Наиболее близкой по формату к АВ является сеть гастрономических бутиков Глобус Гурмэ, у которой всего 7 объектов в московском регионе.

Премиальный формат связан со специфическими рисками, с которыми специализированный оператор знаком лучше конкурентов

Характерные особенности премиального сегмента по сравнению с «массовыми» форматами – более высокая зависимость от расположения магазинов, более сложная логистика при выходе на региональные рынки, более высокие затраты на открытие новых объектов, аренду и персонал, ограниченный рост потенциального спроса. В случае московских магазинов АВ перечисленные факторы присутствуют вполне наглядно:

- в собственности сети находятся лишь 3 из 24 супермаркетов сети, при этом доля расходов на аренду в совокупной выручке составляет около 8% (у дискаунтеров – как правило не более 5%);
- по мере расширения сети компания сталкивалась со снижением трафика в отдельных магазинах, т.е. супермаркеты АВ фактически конкурировали между собой вследствие относительной узости целевой аудитории;
- средние затраты на открытие одной торговой точки составляют около \$5.8 млн, что значительно выше, чем у сетей массовых форматов – отсюда гораздо более длительные сроки окупаемости проектов АВ (приближаются к 3 годам);
- компания считает «проблемными» 4 супермаркета, расположенные в торговых центрах, причем низкие показатели выручки с кв.м площади во многом обусловлены неудачным расположением или навигацией самих торговых центров, т.е. внешними факторами, которые сложно откорректировать со стороны сети.

Высокая торговая наценка – компенсация за уникальность формата...

Компенсацией за сложность формата является высокая торговая наценка: валовая маржа АВ по итогам 2007 года составила 36.2%, что примерно на 10 п.п. превышает средний уровень (Х5, Магнит, Патэрсон, Виктория). Однако наиболее ярко бизнес-модель АВ характеризует размер среднего чека – 1195 рублей в 2007 году (для сравнения, средний чек в супермаркетах группы Х5 по данным за 1 пол2008 – 340 рублей).

...однако это не гарантирует столь же высокой операционной эффективности

Перед новым размещением АВ подготовила управленческую отчетность за 2007-й финансовый год. Значительное влияние на кредитные характеристики сети оказало увеличение темпов открытия новых объектов в 2006-2007 гг. (за 2 года открыто 11 из 24 магазинов сети). Экспансия была профинансирована за счет заемных средств: сумма инвестиций в новые супермаркеты в 2007 году составила более \$40 млн, что соответствует росту валового долга компании (с \$60 млн до \$101 млн). Соответственно, долговая нагрузка

АВ возросла с 3.6x Долг/ЕБИТДА в 2006-м до 4.3x в 2007 году, показатель ЕБИТ/Проценты снизился с 3.2x до 1.5x. При этом рентабельность по ЕБИТДА снизилась на 4 п.п., что в первую очередь связано с медленным выходом новых объектов на плановые показатели и опережающим ростом операционных издержек.

Финансовые результаты ГК Азбука Вкуса, \$ млн

Год	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Долг/ЕБИТДА	ЕБИТ / Проценты
2006*	148.2	40.3%	16.4	11.1%	59.7	3.7x	3.2x
2007**	334.3	36.2%	23.8	7.1%	101.4	4.3x	1.5x

Источник: управленческая отчетность компании

* - данные по календарному году, ** - 2007-й финансовый год компании завершился 01.04.2008г.

У компании – масштабные планы по повышению эффективности и развитию сети

Компания рассчитывает на улучшение показателей рентабельности в 2008-2009 гг. благодаря выходу на окупаемость ряда магазинов, а также увеличению доли продукции собственного производства в ассортименте – этому должен способствовать запуск в начале 2009 года собственной фабрики-кухни. В то же время, АВ планирует ежегодно открывать 4-6 супермаркетов в Москве вплоть до 2011 года, готовит к открытию два супермаркета в Киеве. К 2010 году планируется довести число киевских точек до пяти, открыть 3 магазина в Алматы и выйти на рынки Екатеринбург и Самары.

Реализация инвестпрограммы, скорее всего, будет сопряжена с высокой долговой нагрузкой

Инвестиционная программа 2008 года оценивается в \$56 млн, 2009-го – около \$62 млн. В принципе, бизнес-модель АВ не предполагает агрессивного расширения сети: компания может относительно гибко адаптироваться к состоянию рынка (пример – отказ от открытия супермаркетов в Санкт-Петербурге). Однако мы полагаем, что при текущем уровне рентабельности зависимость АВ от долговых источников финансирования сохранится.

Кредит ЕБРР улучшит структуру балансового долга, но не отменяет необходимости в новых заимствованиях...

Инвестиции текущего года будут лишь на 20% профинансированы за счет кредита ЕБРР (первый транш в размере \$40 млн под Libor+325 б.п. был получен в июле 2008 г. и направлен на рефинансирование более дорогих банковских кредитов, второй – в размере \$10 млн – предназначен для закупки оборудования фабрики-кухни). Из средств от нового размещения облигаций, судя по всему, предстоит рефинансировать недавнюю оферту по 1-му выпуску (по крайней мере, бридж-кредит на 700 млн руб.), остальная часть будет направлена на финансирование инвестпроектов.

В 2009 году АВ планирует использовать для финансирования капвложений собственные средства, рассчитывая на 55%-й рост выручки, увеличение маржи ЕБИТДА до 8.4%, и соответственно, снижение долговой нагрузки до 2.5x Долг/ЕБИТДА. Мы склонны более консервативно оценивать перспективы повышения эффективности на фоне постоянного роста издержек - на наш взгляд, более реалистичным ориентиром долговой нагрузки на следующий финансовый год является ковенант ЕБРР на уровне 5x Долг/ЕБИТДА.

...в том числе - на цели рефинансирования...

Мы также считаем важным, что проблему рефинансирования краткосрочного долга компании предстоит решать уже в конце 2008 года, когда заканчивается срок кредитной линии Сбербанка на \$19.2 млн. При этом недвижимость компании уже обременена залогом (возможно, по этой причине в структуре облигационного займа отсутствуют поручительства от юр.лиц-держателей активов, а компания-поручитель является холдинговой компанией, которой принадлежит брэнд сети). Следующее крупное погашение - прохождение оферты по 2-му выпуску летом 2009 года. Мы полагаем, что одним из вероятных сценариев рефинансирования могла бы стать продажа доли в компании стратегическому инвестору.

.. что в текущих условиях означает для представителя 3-го эшелона существенный рост доходности облигаций

С нашей точки зрения, новый выпуск АВ может заинтересовать buy-and-hold инвесторов только при условии существенной премии за риск рефинансирования и небезупречную структуру выпуска. Размер такой премии в текущих условиях может достигать для бумаг 3-го эшелона 200-300 б.п. В данном случае ориентиром может являться только выкупленный по офертам 1-й выпуск – его доходность за 2-3 месяца до июльской оферты достигала 14% и более. Это означает, что новый выпуск АВ станет относительно привлекательным при доходности не ниже 16%.

ЭКОНОМИКА

Вероятность дефляции очень низкая

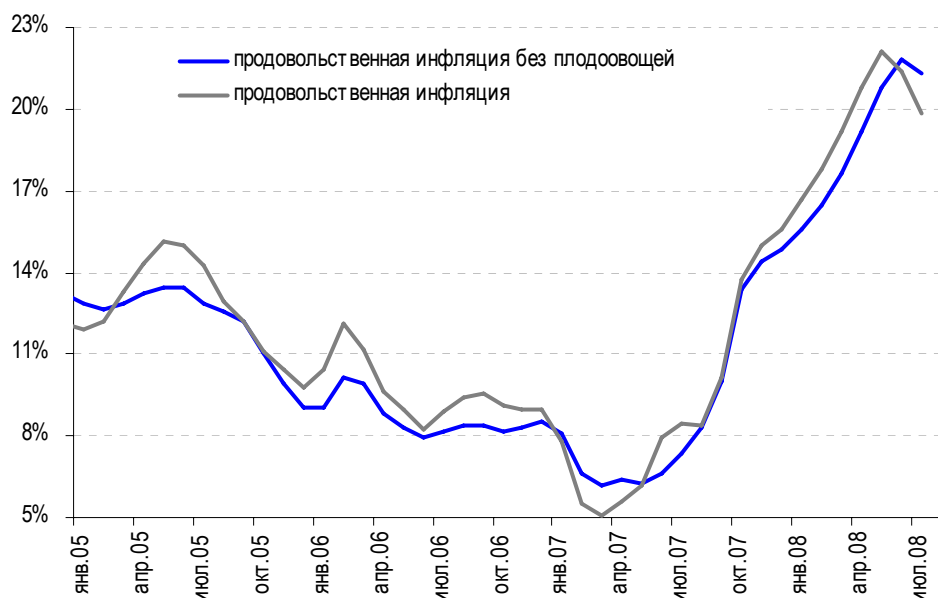
В июле впервые с марта 2007 года, годовая инфляция начала падать - главным образом за счет плодоовощей

В июле цены выросли на 0.5%, соответственно впервые с марта 2007 года годовые темпы инфляции снизились, с 15.1% до 14.7%. Такие хорошие результаты по инфляции связаны в первую очередь с резким снижением цен на плодоовощную продукцию, что совсем не характерно для данного месяца. Мы считаем, что в дальнейшем темпы роста стоимости продовольствия продолжат падать, однако повышение цен на другие группы товаров помешают дефляции в августе и сентябре.

В июле произошло нехарактерное для данного месяца серьезное снижение цен на фрукты и овощи

В прошлом месяце стоимость плодоовощной продукции снизилась на 6.7%, такое серьезное падение цен на данную группу товаров характерно скорее для августа, чем для июля. Подобного не наблюдалось с 2002 года - первый год, за который доступна статистика цен по фруктам и овощам. В дополнение к этому в июле повышение цен на остальные группы продовольственных товаров было несколько меньше, чем за аналогичный период прошлого года. Сказывается эффект высокой базы – именно с июля 2007 года вслед за мировым рынком начался резкий рост стоимости продовольствия в России.

Динамика цен на продукты питания (у-о-у)



Источник: Росстат

Два этих фактора (снижение цен на плодоовощи и эффект высокой базы продовольственных товаров) и вызвали значительное замедление инфляции в июле. Темпы роста цен на непродовольственные товары и платные услуги продолжали расти вслед за повышением заработных плат и продовольственной инфляцией.

В августе цены на плодоовощную продукцию могут упасть еще на 10%

Мы считаем, что сейчас существует большая неопределенность по поводу динамики цен на плодоовощную продукцию в августе, в связи с нестандартной ситуацией, сложившейся в июле. Ранее снижение цен может быть вызвано как преждевременным созреванием овощей и фруктов, так и очень хорошим урожаем. В первом случае, в августе не должно быть резкого снижения стоимости этой группы товаров, во втором – это весьма вероятно. В своем прогнозе мы предполагаем, что в этом месяце снижение цен на овощи и фрукты составит примерно 10%.

Однако этого будет недостаточно для дефляции. Мы прогнозируем, что в августе инфляция составит 0.2% или 14.8% год к году

Однако этого будет недостаточно, чтобы в августе возникла дефляция. За аналогичный период прошлого года цены на плодоовощную продукцию снизились на 16%, а общая инфляция все же была выше нуля (0.1%). Тогда дефляции помешали рванувшие вверх цены на остальные продовольственные товары. Сейчас темпы роста стоимости продуктов питания падают вслед за мировыми ценами, хотя не так быстро, как могли бы. Но зато продолжают быстро расти цены на непродовольственные товары и платные услуги, и мы не видим условий для их резкого снижения в этом месяце. Поэтому мы прогнозируем общую инфляцию в августе на уровне 0.2% или 14.8% год к году.

В связи с хорошими данными по инфляции, в августе реакция ЦБ может быть достаточно мягкой. Однако в начале сентября мы ждем существенного ужесточения ДКП

С точки зрения денежных властей, июльские данные по инфляции не должны успокаивать. Однако судя по заявлениям представителей ЦБ, они довольны сложившейся ценовой динамикой. Поэтому мы не исключаем, что в этом месяце реакция денежных властей может быть мягче, чем в июле. Возможно, в августе Банк России воздержится от дальнейшего расширения границ валютного коридора, хотя стоимость бивалютной корзины пока так и не достигла нового беда ЦБ. При этом мы ожидаем, что повышение процентных ставок со дня на день все же произойдет. В то же время, данные по инфляции в августе должны стимулировать Центробанк к более активным действиям: одновременно могут быть повышены ставки, нормативы ФОР и расширены границы валютного коридора.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	-------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.